

## L'impatto della nuova riforma finanziaria sul mercato dei derivati OTC \*

**Sommario:** 1. Premessa. — 2. La *ratio* di un intervento legislativo. — 3. Il problema dei mercati OTC. — 4. Compensazione centralizzata con CCPs e comunicazione elettronica degli scambi a repertori di dati autorizzati. — 5. Segue: l'investitore qualificato (*major swap participant*) e i derivati "confezionati su misura" (*bespoke derivatives*). — 6. Le implicazioni legate all'uso di CCPs per il *clearing* dei derivati OTC. — 7. Il nuovo ruolo e la struttura delle CCPs operanti in mercati sui derivati OTC. — 8. Considerazioni conclusive.

### 1. Premessa

La crisi finanziaria ha posto tra le priorità del legislatore la riforma dei mercati dei derivati OTC e la completa revisione dei margini di garanzia degli operatori per migliorare la copertura dei rischi su questi mercati e renderli più trasparenti e stabili.<sup>1</sup> La caduta rovinosa della banca Bear Sterns nel maggio 2008, il fallimento della Lehman Brothers ed il salvataggio, *in extremis*, della AIG da parte del governo americano nel settembre dello stesso anno hanno evidenziato i numerosi problemi di funzionamento dei mercati OTC. In particolare, i derivati creditizi - meglio noti come *credit default swaps* (CDS) - hanno destato preoccupazione tra gli osservatori per il loro coinvolgimento critico nella discesa dei mercati.<sup>2</sup> Secondo i dati forniti dalla Banca dei regolamenti internazionali di Basilea nel novembre 2010, il mercato dei derivati scambiati *over-the-counter* (ovvero fuori dal mercato ufficiale) è cresciuto notevolmente negli ultimi anni spinto dall'impeto di un'eccessiva speculazione.<sup>3</sup> I derivati OTC rappresentano circa il 90 per cento del mercato globale dei derivati e sono, allo stato attuale, per lo più non regolati. Visto il drastico aumento del volume di questi prodotti finanziari, i legislatori dei principali paesi, d'accordo con gli impegni assunti in seno al G-20, hanno recentemente convenuto sul bisogno di una maggiore regolamentazione di questi mercati.<sup>4</sup> Nell'ambito dei lavori in corso per creare un sistema finanziario più solido,<sup>5</sup> la Commissione europea ha presentato nel settembre 2010 uno studio sull'impatto dell'introduzione di certe proposte mirate a ridurre i rischi che questi titoli comportano per l'economia.<sup>6</sup> Le proposte mirano a una revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari<sup>7</sup> attraverso

---

\* L'articolo uscirà prossimamente sulla rivista *Giurisprudenza Commerciale* con il titolo "Il ruolo delle *Central Clearing Counterparties* (CCPs) nella nuova riforma del mercato dei derivati OTC".

<sup>1</sup> La Commissione Europea ha presentato al riguardo una Proposta di Regolamento e di Direttiva riguardante una completa revisione dell'assetto dei mercati finanziari e degli strumenti finanziari emessi ivi inclusi i derivati OTC, oltre che una Proposta di Regolamento e Direttiva relativa alle nuove regole sul capitale di vigilanza degli istituti di credito e delle imprese d'investimento.

<sup>2</sup> Come la Commissione europea ha sottolineato nelle sue recenti comunicazioni, il diffuso e accresciuto uso dei derivati OTC ha provocato "un aumento dell'effetto leva e dell'interconnessione fra gli esponenti di mercato". Vedi EC, *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, COM(2009)332 fin. del 3 luglio 2009 ed EC, *Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions*, COM(2009)563 fin. del 20 ottobre 2009.

<sup>3</sup> Vedi, Banca dei regolamenti internazionali (BIS), *Triennial and semi-annual surveys, Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at the end of June 2010*, novembre 2010. A fine giugno 2010, i derivati OTC di tutte le categorie hanno raggiunto un volume che eccede i 600.000 miliardi di dollari (435.000 di euro), di cui circa 400.000 miliardi di dollari negoziato con controparti centrali, accessibile al [http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1011.pdf](http://www.bis.org/publ/otc_hy1011.pdf)

<sup>4</sup> Il comunicato del G-20 del settembre 2009 statuiva '*all standardised OTC derivative contracts to be cleared through central counterparties by end 2012 at the latest*'. Vedi Leaders' Statement: *The Pittsburgh Summit*, consultabile al sito [www.g20.org](http://www.g20.org). A parte Stati Uniti ed Europa, nuove regole sui derivati OTC sono al vaglio di diversi governi asiatici come Giappone e Hong Kong tra gli altri.

<sup>5</sup> Negli Stati Uniti, vedi Committee on Capital Markets Regulation, *The Global Financial Crisis: a Plan for Regulatory Reform*, 2009, 151; Squam Lake Working Group on Financial Regulation, *A New Information Infrastructure for Financial Markets*, 2009; in Europa vedi, The Committee of European Securities Regulators (CESR), *Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets*, Consultation Paper 47 (Dec. 19, 2008), accessibile al [http://www.cesr-eu.org/data/document/08\\_1014.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/08_1014.pdf)

<sup>6</sup> Vedi, EC, *Impact Assessment accompanying the Proposal on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, COM(2010) 484, accessibile al [http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm)

<sup>7</sup> La direttiva 2004/39/EC conosciuta come MiFID. Vedi al riguardo EC, *Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, Consultation Paper, 8 December 2010.

l'introduzione di una disciplina chiara per le vendite allo scoperto e alcuni tipi di derivati creditizi (CDS) e di nuovi e più severi margini prudenziali sul capitale di vigilanza degli istituti di credito e delle imprese finanziarie che investono in derivati OTC (CRD IV).<sup>8</sup>

In particolare, le proposte della Commissione rilanciano il ruolo delle stanze di compensazione o *Central Counter-Parties* (CCPs). Le CCPs sono entità generalmente private assoggettate al controllo degli organi di vigilanza del paese in cui risiedono che si occupano di fornire servizi di compensazione e scambio ai propri membri riducendo così il rischio ed ottimizzando l'efficienza delle transazioni nei periodi di *post-trade* e *pre-settlement*.<sup>9</sup> Proprio per le loro peculiarità e al fine di incrementare la trasparenza e la stabilità sul mercato finanziario, le CCPs sono state previste obbligatoriamente dal legislatore comunitario come mezzo di compensazione per la maggior parte delle categorie di derivati scambiati in mercati *over-the-counter* (OTC).<sup>10</sup>

Sebbene l'introduzione di queste CCPs sia stata considerata nell'ambito delle risposte legislative intraprese da diversi paesi un atto del tutto giustificato dalle necessità e dalle vicende che hanno portato alla crisi finanziaria, la loro realizzazione pratica si sta dimostrando tutt'altro che scontata come è emerso dall'ampio dibattito internazionale che ne è scaturito sulla loro effettiva convenienza nel mercato dei derivati OTC.<sup>11</sup> In parte queste difficoltà sono dovute al gran numero di decisioni tecniche che il legislatore deve prendere in relazione a vari aspetti delle transazioni su derivati OTC, ma soprattutto al fatto che si cerchi di incorporare in una legge, e dunque di rendere obbligatorio, un meccanismo di gestione del rischio che finora è sempre stato lasciato alla scelta privata degli operatori. Quest'articolo si propone di esaminare le principali novità introdotte dal legislatore comunitario in materia di derivati OTC, controparti centrali e repertori di dati (Regolamento EMIR 652/2011) con particolare riferimento all'introduzione delle CCPs comparandole quando possibile alle omonime norme già vigenti negli Stati Uniti.<sup>12</sup> Allo stesso modo, l'analisi condotta cercherà di chiarire quale impatto queste misure avranno sul mercato dei derivati OTC e quali implicazioni potrebbero sorgere per gli organi di vigilanza del mercato e gli investitori che operano in strumenti derivati OTC.

---

<sup>8</sup> Vedi COM(2011) 452 finale del 20 Luglio 2011. La riforma sarà implementata con la revisione di tutte le varie direttive in materia. Gli emendamenti alla MiFID si occuperanno della registrazione delle controparti centrali negli scambi e di tutti i maggiori operatori nel mercato. La revisione della Market Abuse Directive coprirà il divieto di vendita allo scoperto quando questa è usata per manipolare il mercato nel caso di possesso di informazione privilegiata. Quella della Transparency Directive, infine, si occuperà degli obblighi di comunicazione alla controparte centrale di ogni significativa posizione lunga assunta dalle parti sul mercato. Certe correzioni sono, inoltre, state apportate dalla Capital Requirements Directive (CRD IV), che ha introdotto requisiti patrimoniali minimi (capitale e margini di sicurezza) per sostenere una certa esposizione in contratti derivati OTC negoziati bilateralmente, senza dover procedere ad una compensazione mediante controparte centrale.

<sup>9</sup> Mentre nel Regno Unito queste stanze sono assegnate a privati sottoposti all'autorità di controllo della FSA, in Francia e in Italia l'esercizio delle stanze di compensazione è affidato esclusivamente alle Banche Centrali (Banque de France e Banca d'Italia rispettivamente).

<sup>10</sup> Le proposte sono state approvate nel Dicembre 2011 e sono solo in parte già applicabili, poiché si è ritenuto meglio concedere al mercato e agli operatori un termine massimo per adeguarsi che coincide con la fine del 2013, vedi EC *Regulation on markets in financial instruments and amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, COM(2011) 652 final.

<sup>11</sup> Vedi Counterparty Risk Management Policy Group III, *Containing Systemic Risk: The Road to Reform*. The Report of the CRMPG III (6 August 2008); International Swaps and Derivatives Association (ISDA), *Major Firms Commit to EU Central Counterparty for CDS*, News Release, 19 February 2009; European Central Bank/Eurosystem, *Credit Default Swaps and Counterparty Risk*, August 2009, a p. 77, disponibile al sito: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/creditdefaultswapsandcounterpartyrisk2009en.pdf>; Economic and Monetary Affairs (ECON), *Report on Derivatives, central counterparties and trade repositories*, 2011, in particolare l'intervento di K. Alexander, p. 8 ss; Report della Banca d'Inghilterra, *Financial Stability Report*, Dicembre 2010, n. 28, 57. Tra la prima dottrina in materia, vedi FERRARINI e MOLONEY, *Equity Trading and the MiFID Review: Law, Market Change and Interest Groups in EU Financial Markets*, working paper, disponibile su [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1989041](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1989041), pp. 48-56; BRAITHWAITE, *The Inherent Limits of "Legal Devices": Lessons for the Public Sector's Central Counterparty Prescription for the OTC Derivatives Markets*, EBOR, 2011, 12, 95; PAPATHANNASSIOU, *Central Counterparties and Derivatives* in K. Alexander and R. Dhumale, *The Research Handbook of International Financial Regulation*, Cheltenham: Edward Elgar Ltd, 2011, Ch. 13; PICKEL, *Navigating the Financial Crisis: Choosing the Right Path for the Derivatives Industry*, in *Capital Markets Law Journal*, 2009, 4, 569; GLASS, *The Regulatory Drive towards Central Counterparty Clearing of OTC Credit and the Necessary Limits on This*, in *Capital Markets Law Journal*, 2009, 4, 579.

<sup>12</sup> Introdotte dal Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act), Pub.L. 111-203, H.R. 4173, accessibile al <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html>

## 2. La ratio di un intervento legislativo

I contratti derivati sono strumenti finanziari il cui valore dipende dal prezzo di un'attività finanziaria sottostante o dal valore di un parametro finanziario di riferimento. Pertanto i contratti derivati possono avere come sottostante un indice di borsa, un tasso d'interesse, un rapporto di cambio tra valute oppure il prezzo di un titolo o di una materia prima oppure un valore rappresentativo di un certo rischio.<sup>13</sup> Nel derivato il rischio è l'oggetto principale del contratto e non un suo mero accessorio. Attraverso il contratto derivato è dunque possibile assegnare un prezzo al rischio. Ad esempio, il contratto derivato di *swap* ovvero di scambio azionario è quello con il quale due soggetti, un compratore ed un venditore, si scambiano per un periodo determinato, rispettivamente un flusso monetario certo ovvero il prezzo contro un flusso monetario incerto al fine di mitigare il rischio assunto nell'attività svolta. Al verificarsi di un evento predeterminato, questi contratti danno al contraente diritto a una compensazione o gli conferiscono un diritto di compravendita. Nel caso particolare di *credit default swap* (CDS) il compratore paga un premio che rappresenta il prezzo dell'assicurazione del venditore a ripianare un debito nell'eventualità di un *default* del compratore.<sup>14</sup>

Da un punto di vista economico, i derivati sono strumenti finanziari funzionali all'ottenimento di un'efficienza economica nella struttura finanziaria di una società.<sup>15</sup> Essi, precisamente, consentono di allargare le opportunità di condivisione dei rischi inerenti ad un'attività economica riducendo ai minimi i cosiddetti costi di transazione, di asimmetria informativa e di agenzia tra le varie parti interessate. In altre parole, questi strumenti finanziari trasferiscono rischi - spesso di credito - da agenti economici non disposti a sostenerli ad altri che invece lo sono. I derivati costituiscono dunque uno strumento essenziale di *risk management*. Inoltre, al contrario del capitale, che costituisce un cuscinetto protettivo disponibile per ogni tipo di rischio, i derivati consentono una precisa individuazione del rischio da arginare. Di conseguenza un'impresa può coprirsi dal rischio di una variazione del prezzo della materia prima acquistata per la propria attività, del cambio dei tassi di interesse o della valuta, specificando la tipologia di rischio incorso ed il suo esatto ammontare.<sup>16</sup> In tutti questi casi citati nei quali il derivato è usato come strumento per arginare un rischio si dice che il derivato è di *copertura*.

---

<sup>13</sup> PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati. Profili giuridici*, Milano, 1999, 13; CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, 2; CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti derivati finanziari*, Milano, 1997, 10; DE BIASI, *Strumenti ben temperati. Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività in derivati OTC*, Milano, 1995, 23; BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività dell'impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. Comm.*, Vol. I, 1996, 593 ss.

<sup>14</sup> Tipologie comuni di strumenti derivati OTC, a parte i noti (credit default) swaps, sono: i *futures*, le opzioni ed i contratti *forward* e *spot*. L'opzione è un contratto tra due parti con il quale un compratore (o un venditore) ottiene il diritto (o vende il diritto) a comprare un bene (sottostante) ad un certo prezzo in un dato arco temporale futuro. Il compratore dell'opzione ha il diritto, ma non l'obbligo di adempiere all'obbligazione, potendo lui stesso rinunciare al premio pagato per l'opzione. Al contrario, il venditore che ha percepito il premio per la vendita del diritto è obbligato ad adempiere all'obbligazione nel caso in cui il compratore glielo imponesse ovvero esercitasse il suo diritto. Il prezzo dell'opzione deriva dalla differenza tra il prezzo di riferimento pagato ed il valore del bene sottostante più un premio calcolato sulla base del tempo residuo prima della scadenza dell'opzione. Il *future* è un contratto standardizzato tra due parti con il quale le parti si obbligano a comprare o vendere un bene specifico (arance, greggio, oro o qualsiasi altra commodity) in quantità e qualità stabilite dalla prassi del mercato ad una determinata data futura, al prezzo pattuito alla stipula del contratto. Un tipo simile di contratto è il *forward*. Esso è un contratto non standardizzato tra due parti con il quale una parte si impegna a comprare o vendere una commodity ad una determinata data futura, fino anche ad un anno in anticipo, al prezzo pattuito il giorno in cui le parti stipulano il contratto. Opposto a questo, vi è lo *spot* che è un accordo tra le parti a comprare o vendere una commodity in due giorni lavorativi. Il contratto termina dunque con il pagamento della commodity il secondo giorno lavorativo al prezzo prefissato al momento della stipula. Cfr. FERRO-LUZZI, *Attività e "prodotti" finanziari*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, 2, pp. 133-145; SPADA E COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 4, 405; BARCELONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2009, 653; GRINBLATT e TITMAN, *Financial Markets and Corporate Strategy*, McGraw-Hill Irwin, 2<sup>nd</sup> ed., 2002, 216 e 221.

<sup>15</sup> Cfr. LAMANDINI, *Scambi su merci e derivati su commodities: un'introduzione*, in AA.VV. *Scambi Su Merci E Derivati Su Commodities. Quali Prospettive?*, Bologna, Giuffrè, 2006, 2-7.

<sup>16</sup> MERTON, *Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions*, in *NBER Working Paper No. 5096*, April 1995, 84-85.

Tuttavia, alcune forme di questi contratti sono state impiegate negli anni come strumenti di assunzione di rischi per speculare sul mercato. In particolare, i mercati dei CDS hanno dimostrato la capacità di destabilizzare seriamente il sistema finanziario in caso di variazioni significative nel valore dei beni sottostanti a questi contratti.<sup>17</sup> Quando il derivato è usato per scommettere sull'andamento di un sottostante sfruttando la leva finanziaria si dice che il derivato è *speculativo*. Il Regolamento approvato non dà una definizione delle due categorie, ma si limita ad esonerare da certi obblighi di compensazione le società non finanziarie che sottoscrivono derivati di copertura, poiché questa funzione dei derivati non desta - per sua natura - gli stessi problemi di quella speculativa. D'altro canto una distinzione netta di queste due categorie è cosa non facile da ottenere, dato che le controparti che operano in derivati normalmente utilizzano questi strumenti finanziari nell'ambito di operazioni finanziarie più complesse.<sup>18</sup> Il legislatore spera proprio incrementando la trasparenza dei prezzi sul mercato ed eliminando le pratiche discriminatorie e le asimmetrie informative di poter garantire la funzione di copertura di questi strumenti rendendola maggiormente riconoscibile. Una differenziazione di questi strumenti finanziari è comunque ricavabile dai principi contabili internazionali e dalle regole di bilancio. In particolare il principio contabile IAS 39 recentemente modificato in materia di *hedge accounting* e *fair value* permette di compensare certe posizioni prese in derivati di copertura, consentendo alla controparte di dedurre il premio pagato per beneficiare della copertura che sarebbe altrimenti un costo.<sup>19</sup>

Ad ogni modo, sia si tratti di derivato di copertura sia speculativo, non sorgerebbe alcun problema se le controparti in queste transazioni - coscienti del rischio che corrono - onorassero i loro debiti in caso di perdite. Purtroppo, come la recente crisi ha dimostrato, i grandi istituti finanziari - considerati troppo importanti per il mercato finanziario e per lo sviluppo economico di uno stato (o in altre parole "too big to fail") - sono stati letteralmente "salvati" dalle banche centrali dei rispettivi Stati nel momento di maggior bisogno, esternalizzando così le perdite e generando alti costi per la comunità dei contribuenti. D'altro canto, il fallimento di anche solo una di queste grosse banche - facilitato dalla leva finanziaria che i derivati producono - porterebbe ad un *default* a catena delle controparti in un mercato che è caratterizzato da un'altissima interconnessione tra gli istituti di credito. Il rischio sistemico è dunque molto alto nei mercati sui derivati ed il recente allargamento degli stessi non ha certo facilitato il monitoraggio del rischio da parte delle autorità.

La capacità dei derivati (ed in particolare dei CDS) di accelerare la discesa di un mercato borsistico, creando in poco tempo ingenti perdite e blocchi di liquidità, non è il solo pericolo di cui il legislatore deve tener conto nelle sue considerazioni. La crisi finanziaria ha anche generato numerosissime battaglie legali mirate ad accertare il vero rischio incorso dalle controparti ovvero quello che le controparti pensavano aver contratto sottoscrivendo certi derivati. Questa è stata un'altra delle ragioni che ha spinto i governi a sostenere i bilanci delle banche tra i cui capitali emergevano ingenti somme raccolte con prodotti finanziari ibridi. Bisogna sempre tenere a mente che, sebbene i derivati abbiano la funzione di ridurre il rischio per la controparte, il rischio non scompare dal mercato ma è semplicemente girato ad un soggetto diverso che accetta di assumerselo. E' chiaro dunque che vi sono due problemi da considerare: quello che coinvolge il mercato globale ovvero il rischio sistemico e quello che altera la percezione del rischio e limita la capacità di valutazione delle controparti. A questi si aggiunge la *legal uncertainty* che caratterizza il mercato finanziario globale ed in particolare quello dei derivati OTC. Questa è dovuta al fatto che mentre il mercato è globale, il diritto è ancora territoriale e molte sono le differenze che permangono tra i sistemi giuridici. Il Regolamento EMIR in esame cerca di indirizzare, seppur in maniera volutamente non esaustiva, tutti questi aspetti.

### 3. Il problema dei mercati OTC

La stragrande maggioranza dei derivati ovvero più dell'ottanta per cento è negoziato al di fuori della borsa ufficiale ovvero *over-the-counter*, privatamente e direttamente tra le parti.<sup>20</sup> L'espressione "mercati over-the-

---

<sup>17</sup> Peraltro, questo segmento costituisce meno del 10 per cento dell'intero mercato sui derivati OTC ed è l'unico ad essersi mostrato veramente debole durante la crisi. Vedi, BIS, *Triennial and semi-annual surveys, Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at the end of June 2010*, November 2010.

<sup>18</sup> SPADA E COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente - Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in Banca borsa tit. cred., 2010, 4, 406-407.

<sup>19</sup> Vedi lo IASB's Exposure Draft on 'Hedge Accounting' (ED/2010/13, December 2010) disponibile al <http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/05439229-8491-4A70-BF4A-714FEA872CAD/0/EDFIHedgeAcctDec10.pdf> (visitato in Febbraio 2012). Le consultazioni per l'hedge accounting dei derivati si sono concluse, ma la revisione dello IAS 39 all'interno dell' IFRS 9 continua secondo il progetto congiunto IASB-FASB orientato verso un'armonizzazione dei principi contabili internazionali. Dunque, ora si aspetta una risposta del "Board americano" alla luce delle novità proposte.

<sup>20</sup> Bank for International Settlement (BIS), *Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at the end of June 2010*, Monetary and Economic Department, November 2010.

counter” o “mercati OTC” è spesso usata come sinonimo di mercati non regolamentati ovvero mercati la cui disciplina non trova fondamento in un sistema di regole organiche.<sup>21</sup> Questa categoria, che si può considerare residuale rispetto a quella dei mercati regolamentati, si identifica in quei sistemi di negoziazione alternativi non ricompresi nell’elenco dei mercati ufficiali di cui alla delibera Consob 10386/1996.<sup>22</sup>

Tradizionalmente, i mercati OTC sono organizzati con la collaborazione di uno o più operatori (*dealers*), generalmente grosse banche, che agiscono da *market makers* mantenendo proposte in acquisto e in vendita per i partecipanti al mercato durante tutto lo svolgimento delle contrattazioni.<sup>23</sup> Le quote e la negoziazione dei prezzi per gli eseguiti sono condotte al telefono o attraverso un bollettino elettronico aggiornato dai dealers di volta in volta. Dato che, da un punto di vista giuridico,<sup>24</sup> sporadici accordi bilaterali non sono sufficienti a qualificare queste transazioni come scambi organizzati di strumenti finanziari o sistemi di negoziazione (*trading facility*), poiché sarebbe necessaria la presenza di un’organizzazione in senso stretto, di regole e di struttura, questi mercati sono rimasti per larga parte non regolamentati. In realtà, le transazioni al loro interno si sono negli anni evolute ed automatizzate ed i *market makers* hanno oggi linee dirette che consentono comunicazioni istantanee tra di loro e con i loro maggiori clienti. Un investitore può in tempo reale verificare il prezzo dei vari dealers ed avere una percezione del mercato non diversa da quella che avrebbe osservando il listino di un mercato regolamentato.<sup>25</sup>

Le transazioni che avvengono in questo tipo di mercato sono tipicamente bilaterali, poiché coinvolgono direttamente, ad ogni momento dato, solo due dei partecipanti al mercato, quello che propone la quota (venditore) e quello che l’accetta (compratore).<sup>26</sup> Peraltro, questa loro caratteristica sembra proprio rappresentare il maggior problema di questi mercati. Innanzitutto, gli scambi bilaterali comportano un aumento della complessità e delle interconnessioni sul mercato. La moltiplicazione dei contratti avviene perché i grossi istituti finanziari che fungono da *market makers* per arginarsi dal rischio di un’esposizione sul mercato non chiudono il contratto a rischio, ma ne aprono un altro o diversi altri “di copertura”. Inoltre i mercati OTC sono normalmente caratterizzati dall’assenza di quotazioni ufficiali e da un’informativa meno trasparente sulla quotazione dei diversi prodotti, poiché le informazioni riguardanti i contratti stipulati al loro interno sono disponibili solo per le parti che sottoscrivono il contratto. La mancanza di informazione sulle posizioni e sulle esposizioni dei singoli soggetti investitori ed il ramificarsi degli scambi e delle relazioni sul mercato ha reso arduo il compito delle autorità di vigilanza e dei *supervisors* di individuazione dei rischi. Infine, al contrario dei mercati organizzati con organismi centrali di compensazione e garanzia, i mercati con negoziazioni bilaterali non sono standardizzati relativamente ad importi unitari, scadenze e margini di garanzia degli scambi. Generalmente, la garanzia varia secondo la natura della controparte (ad esempio, se questa è uno Stato, non avrà bisogno di dare garanzie). Questi margini possono però dimostrarsi - in caso di crisi di liquidità - un’insufficiente rete di protezione per il mercato.<sup>27</sup>

In altre parole, gli scambi bilaterali inaspriscono quei rischi che la dottrina identifica principalmente con il rischio di controparte ed il rischio operativo. I contratti su derivati legano due controparti per l’intera durata del contratto che può variare - secondo il tipo di prodotto e del segmento del mercato - da qualche giorno, come nel caso dei derivati su cambi valuta, fino ad alcune decine di anni per certi derivati sui tassi di interesse. Durante tutto questo periodo, le parti in un contratto costruiscono le loro attese secondo l’evoluzione nel tempo dei rispettivi diritti e obblighi contenuti nel contratto. Il rischio di controparte è il rischio che una controparte risulti

---

<sup>21</sup> Il TUF disciplina i c.d. “*scambi organizzati di strumenti finanziari*” e come chiarito dalla Consob, l’espressione individua “un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema” Comunicazione Consob n. 98097747 del 24-12-1998 attuativa dell’art. 78 TUF

<sup>22</sup> Delibera n. 10386 del 18 dicembre 1996.

<sup>23</sup> Il gruppo dei 14 *dealers* che domina il mercato dei derivati è formato dai seguenti istituti di credito: Bank of America-Merrill Lynch, Barclays Capital, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Morgan Stanley, RBS, Societe Generale, UBS e Wells Fargo Bank.

<sup>24</sup> Nella giurisprudenza americana, vedi The Commodity Exchange Act, Title 7, Ch. 1, §1a Definitions, sub section 10. In Italia, vedi art. 78 Tuf relativo agli scambi organizzati di strumenti finanziari.

<sup>25</sup> ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 2008, 239 ss.; RAGANELLI, *I mercati regolamentati italiani: la Borsa*, in CERADI, 2002, 8.

<sup>26</sup> La stipulazione di contratti di compravendita di titoli al di fuori del mercato di borsa avveniva anche in Italia seppure come eccezione. Solo con la legge n. 1 del 1991 si introducono più stringenti obblighi di concentrazione degli scambi sul mercato ufficiale.

<sup>27</sup> IMF, *Making Over-The-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties*, Chapter 3 in “Global Financial Stability Report: Meeting New Challenge to Stability and Building a Safer System”, April 2010, 5-7.

inadempiente prima della data prevista per il regolamento ossia per l'esecuzione del contratto. Questo rischio si differenzia da quello di credito, pur essendone una sua sottospecie, poiché a differenza di quest'ultimo che nasce da un contratto a prestazioni corrispettive, il primo nasce da un finanziamento. Inoltre, mentre nel rischio di credito la probabilità di perdita è unilaterale, perché incombe solo sulla banca finanziatrice, nel rischio di controparte è bilaterale, potendo il valore di mercato della transazione finanziaria essere positivo o negativo per entrambe le parti.<sup>28</sup>

Il rischio operativo interessa le eventuali perdite derivanti dall'inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure da eventi esogeni, ivi incluse le perdite derivanti da frodi, errori umani, interruzioni dell'operatività, indisponibilità dei sistemi, inadempienze contrattuali, catastrofi naturali. Nel rischio operativo è compreso il rischio legale ovvero il "prezzo" che gli investitori pagano per avere un elevato grado di flessibilità sui mercati OTC, mentre sono esclusi i rischi strategici e di reputazione.<sup>29</sup> Infatti, il rischio operativo è inversamente proporzionale al livello di standardizzazione esistente sul mercato, maggiore è la standardizzazione dei contratti, minore il rischio operativo.<sup>30</sup> Come si è potuto constatare nel recente salvataggio del colosso AIG, l'effetto combinato di questi rischi (controparte e operativo) può portare a risultati devastanti per il corretto funzionamento dei mercati finanziari globali.<sup>31</sup>

In verità, buona parte dei derivati OTC già quota su mercati che hanno adottato sistemi di *on-line brokerage* per facilitare i loro trading (*electronic brokering system*).<sup>32</sup> Questi sistemi sono simili a quelli usati per gli scambi multilaterali e possono creare un network di molteplici compratori e venditori. Il sistema automaticamente collega ordini di acquisto e vendita in modo da eseguire lo scambio e per questa ragione sono considerati dal legislatore veri e propri *trading facility* multilaterali ed in parte regolamentati.<sup>33</sup> In un mercato OTC organizzato attraverso una piattaforma di brokeraggio on-line, la società che gestisce il sistema agisce unicamente come broker e non prende alcuna posizione sul mercato come controparte negli scambi.<sup>34</sup> Lo scenario chiaramente muterebbe nel caso in cui la piattaforma si avvallesse di una stanza di compensazione o *clearing house*, che si assumesse il rischio di credito degli scambi.<sup>35</sup>

Ma anche casi come questi - seppur rari - si riscontrano in modelli di mercati OTC che rappresentano un misto tra i due in precedenza osservati ovvero tra gli scambi bilaterali e le *trading facility* multilaterali. Questi sono i mercati che fanno uso di *proprietary trading systems*. Questi mercati OTC sono caratterizzati dall'essere al servizio esclusivo di un determinato operatore e strutturati in modo da consentire agli utenti di negoziare con un

---

<sup>28</sup> COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, Il Mulino 4 ed., 2007, 564 s.; COSTI E ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato Cottino*, VIII, Padova, 2004, 366; SPADA E COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente - Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in Banca borsa tit. cred., 2010, 4, 407.

<sup>29</sup> COSTI, *supra*, 565.

<sup>30</sup> COM(2010) 484, p. 19.

<sup>31</sup> Vedi dettagli in COM(2010) 484, pp. 23 ss.

<sup>32</sup> In seguito alle nuove Proposte della Commissione Europea di Regolamento e di Direttiva sui mercati degli strumenti finanziari rispettivamente COM(2011) 652 definitivo e COM(2011) 656 definitivo, la direttiva 2004/39/EC (MiFID) sarà modificata in modo da accettare che il maggior numero di derivati OTC possa quotare in mercati regolamentati, multilateral trading facilities o comunque piattaforme di negoziazione di scambi organizzati su strumenti finanziari. Tra i vari lavori preliminari vedi: EC, *Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, Consultation Paper, 8 Dicembre 2010, accessibile su [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf); il Parlamento Europeo nella risoluzione del 15 June 2010 sui mercati dei derivati: future policy actions (A7-0187/2010) e la ESMA cfr. CESR, *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review - Standardisation and Organised Platform Trading of OTC Derivatives*, (CESR/10-1096); ESMA, *Consultation on Transaction Reporting on OTC Derivatives and Extension of the Scope of Transaction Reporting Obligations*, 16 Agosto 2010. Negli Stati Uniti, vedi The Commodity Exchange Act e la nozione di trading facility.

<sup>33</sup> In Europa vedi la Direttiva 2004/39/EC (MiFID) il parere del CESR <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=5754>

<sup>34</sup> Mentre il broker è un semplice mediatore tra il compratore ed il venditore, il dealer acquista la proprietà dello strumento anche se solo per un istante.

<sup>35</sup> Alcune versioni comuni di piattaforme elettroniche di brokeraggio includono Reuters ed il nuovo sistema EBS (*Electronic Brokering System*), che sono usati per il *trade foreign exchange*. In modo simile funziona la piattaforma per derivati ICE. Infine il *provider* Bloomberg che consente all'operatore la creazione di una pagina telematica nella quale inserire la propria quotazione per una serie di titoli. Le quotazioni così esposte al pubblico, possono essere applicate da qualsiasi altro utente connesso a Bloomberg, manifestando la propria volontà negoziale che deve essere accettata dal proponente. La conferma della conclusione del contratto avverrà sempre telematicamente, con l'invio al proponente di un messaggio di conferma con tutti i dettagli dell'operazione.

singolo aderente (contraente o commissionario).<sup>36</sup> I *dealers* preparano una loro piattaforma di *trading on-line* nella quale inseriscono prezzi di acquisto e vendita. Tutti i partecipanti al mercato possono osservare i prezzi-denaro e i prezzi-lettera ovvero i prezzi ai quali il *dealer* è disposto a comprare o a vendere. La negoziazione è dunque multilaterale poiché più controparti vi partecipano. Ad ogni modo, solo le quote del dealer sono trasparenti e non anche quelle delle altre parti che possono solo essere dedotte dalle variazioni del prezzo dello strumento finanziario. In questo sistema di *trading on-line*, il *dealer* è la controparte ad ogni scambio e sopporta dunque il rischio di credito nel mercato.<sup>37</sup>

Il legislatore italiano disciplina i cosiddetti “scambi organizzati di strumenti finanziari”.<sup>38</sup> Questa espressione individua “un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema”.<sup>39</sup> In altre parole, il legislatore italiano ha ritenuto opportuno disciplinare queste transazioni - quando non si tratti di meri scambi episodici, ma vi sia un’organizzazione con proprie regole - a maggiore tutela degli investitori.<sup>40</sup> Questa categoria peraltro non coincide con quella di “mercato non regolamentato” bensì ne è un suo sotto-insieme. La dottrina si è interrogata sull’effettiva portata dell’art. 78 TUF poiché se si considerano gli scambi organizzati come una *species* del *genus* mercati non regolamentati e dunque comunque “mercati”, si lascerebbero fuori dall’ambito di applicazione dell’art. 78 gli scambi che non presentino gli elementi costitutivi di un “mercato”, come ad esempio la pluralità degli operatori ammessi a prendere parte ai processi di scambio, o in cui esistono poche regole sufficienti a garantire la funzionalità delle infrastrutture.<sup>41</sup> Alternativamente, si potrebbe espandere la portata dell’art. 78 considerando i mercati regolamentati e non regolamentati come due *species* del comune *genus* sistemi di scambi organizzati e dunque sottraendo dal novero dei sistemi di scambi organizzati i mercati regolamentati si individuerebbero i mercati regolamentati dal suddetto articolo.<sup>42</sup>

Sin dagli inizi degli anni ’90, sistemi di scambio elettronici per titoli non quotati in mercati ufficiali sono stati creati per i mercati OTC al fine di garantire i presupposti minimali di trasparenza negli scambi, come ad esempio l’OTC Bulletin Board (OTCBB), nel quale sono presenti più di 3000 titoli con oltre 300 *market makers* operanti.<sup>43</sup> Lo stesso listino di borsa americano Nasdaq opera da dealer network e presenta una specifica sezione (Pink Sheets), dove è permessa la compravendita di un certo numero di titoli di società *unlisted* generalmente con qualche problema di liquidità. Sebbene buona parte (circa il 50 per cento soprattutto degli *interest rate derivatives*) dei derivati OTC siano compensati con CCPs, quasi tutte le altre transazioni sui mercati OTC avvengono con scambi bilaterali.<sup>44</sup> Il legislatore comunitario ha dunque cercato, introducendo qualche obbligo per alcune categorie di derivati OTC scambiati ed aumentando gli oneri per le altre categorie, di incentivare tra gli operatori il passaggio dalle compensazioni bilaterali a quelle multilaterali con controparti centrali.

---

<sup>36</sup> Per tale ragione sono generalmente descritti come *one-way* multilateral environment.

<sup>37</sup> Negli Stati Uniti, il Commodity Exchange Act non sembra occuparsi di questo terzo tipo di mercato OTC. Un’attenta lettura della definizione di *trading facility* rivela che la Proprietary Electronic Dealer Platform non è considerata una *trading facility* perché i prezzi di domanda e offerta non possono essere inviati da tutti gli operatori e di conseguenza non tutti gli operatori possono commerciare “by accepting bids and offers made by other participants that are open to multiple participants in the facility or system.”.

<sup>38</sup> Art. 78 Testo Unico della Finanza (TUF).

<sup>39</sup> Comunicazione Consob n. 98097747 del 24-12-1998 attuativa dell’art. 78 TUF.

<sup>40</sup> COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 5 ed. Giappichelli, 2007, 256-262.

<sup>41</sup> Con questa tesi, l’ipotesi più ricorrente dei circuiti di negoziazione alternativi ai mercati ufficiali: ovvero i cosiddetti *proprietary trading systems* non sarebbero compresi nella portata della norma.

<sup>42</sup> CAPRIGLIONE, *Commentario al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*, 738-739.

<sup>43</sup> MUSSARI, MONTI, MICOLI, *Gli strumenti della crisi: i derivati finanziari, Aspetti giuridici, tecnici e psicologici*, Nuova Giuridica, 2011, 164.

<sup>44</sup> Vedi, BIS, *Positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at the end of June 2010*, Monetary and Economic Department, November 2010. Cfr. FERRARINI E MOLONEY, *Equity Trading and the MiFID Review: Law, Market and Interest Groups in EU Financial Markets*, Novembre 2011, working paper, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 25 e fn. 132 in particolare; CFA Institute, *The Structure, Regulation and Transparency of European Equity Markets under MiFID (2011)*, dove si parla di un 46,4% di OTC scambiati.

#### 4. Compensazione centralizzata con CCPs e comunicazione elettronica degli scambi a repertori di dati autorizzati.

I tre punti principali su cui si articola il Regolamento coincidono con i tre obiettivi immediati che il legislatore si prefigge di realizzare: l'incremento della trasparenza e la riduzione sia del rischio di controparte sia del rischio operativo. A tal fine il Regolamento EMIR ha previsto per gli operatori sui mercati OTC la possibilità di compensare i loro scambi attraverso controparti centrali presso selezionate stanze di compensazione (*Central Clearing Counterparties* o CCPs).<sup>45</sup> Questa possibilità diviene un obbligo per tutte quelle categorie di derivati OTC ritenute maggiormente appropriate a questo tipo di *clearing* e *settlement* rispetto alla compensazione bilaterale. Inoltre, le controparti che operano in questi mercati saranno tenute alla comunicazione elettronica degli scambi effettuati su derivati OTC all'interno dell'UE a centri di raccolta appositamente creati ovvero veri e propri repertori di dati sulle negoziazioni (*trade repositories*).<sup>46</sup>

I soggetti passivi delle nuove regole sono sia le imprese finanziarie "traders" nei mercati OTC, come ad esempio le banche di investimento e commerciali, le società di assicurazione e i fondi di investimento, sia le imprese non finanziarie tra cui le compagnie aeree, le aziende manifatturiere e le società energetiche.<sup>47</sup> Per individuare quali tipi di contratti derivati possono essere compensati mediante CCPs, il legislatore comunitario ha proposto un duplice approccio. Da un lato, con un approccio *bottom-up* (dal basso verso l'alto) l'autorità di vigilanza competente nello stato membro in questione detta alla CCP autorizzata nel proprio territorio le classi di derivati OTC di cui questa si deve occupare e comunica all'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) la decisione. Quest'ultima ha il potere di confermare questa scelta ed armonizzarla a livello europeo. Dall'altro, con un approccio *top-down* (dall'alto verso il basso) la ESMA di sua propria iniziativa, in consultazione con lo European Systemic Risk Board (ESRB), identifica tutta una serie di contratti che a suo avviso dovrebbero essere compensati attraverso CCPs autorizzate nei vari paesi e che ancora non lo sono. Di conseguenza comunica le decisioni prese a tutte le autorità competenti nei vari paesi UE affinché le CCPs siano autorizzate a gestirli. Questo controllo incrociato delle autorità sul mercato dei valori mobiliari serve a ricomprendere e riclassificare la più vasta gamma possibile di contratti derivati OTC. Laddove una tipologia di strumenti o un nuovo prodotto finanziario dovesse sfuggire all'autorità competente in un particolare stato membro, la ESMA avrà sempre il potere di imporre alla CCP autorizzata in quel paese la compensazione di quel contratto. A questo proposito, la Commissione ha identificato alcuni criteri specifici per determinare quando una particolare tipologia di contratti derivati OTC debba essere assoggettata agli obblighi di trasparenza e comunicazione. Tra i criteri vi sono l'importanza dei volumi di un derivato e la capacità della CCP di gestirlo, la liquidità del determinato segmento del mercato OTC e la trasparenza delle informazioni riguardanti i prezzi. La comunicazione e la compensazione con CCP sono sempre obbligatorie qualora una determinata classe di contratti derivati comporti un alto rischio per l'intero sistema finanziario.<sup>48</sup>

Seppure non sia completamente vero che l'informazione disponibile sul mercato per gli investitori è inesistente,<sup>49</sup> la crisi finanziaria ha mostrato come sia gli operatori sia le autorità di vigilanza e i cosiddetti *watchdogs* avessero una percezione distorta rispettivamente delle posizioni eseguibili sul mercato – i primi - e delle esposizioni dei singoli soggetti investitori al fine di monitorare il rischio sistemico – gli altri. Una maggiore trasparenza permetterebbe di accrescere la fiducia degli investitori e, di conseguenza, anche degli scambi (come ad esempio, quelli sulle materie prime che è potenzialmente un grande mercato) consentendo allo stesso tempo un miglior controllo dei vari partecipanti all'attività di trading. L'esigenza fondamentale del legislatore è di assicurare che il mercato possa procedere in modo efficiente al *pricing* del derivato (ovvero possa prezzare) in modo che questo rifletta sempre i suoi rischi reali e le aspettative del mercato senza altre distorsioni o manipolazioni.

---

<sup>45</sup> COM(2010) 484, Title II, Art. 3(1) e Title II, Art. 7(2) e (4).

<sup>46</sup> Vedi COM(2010) 484, Title II, Art. 6(1), e Title II, Art. 7(1). Questa era stata la soluzione proposta anche dal Consiglio dell'Unione Europea (Economic and Financial Affairs) il 2 Dicembre 2009 le cui conclusioni sono accessibili su [http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ecofin/111706.pdf](http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/111706.pdf), in particolare a p. 26-30 e dal Parlamento Europeo vedi *Report on derivatives markets: future policy actions* (henceforth "Langen report"), June 2010, accessibile su <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A7-2010-0187+0+DOC+PDF+V0/EN>.

<sup>47</sup> Art. 3 EMIR.

<sup>48</sup> La soggettività di alcuni di questi criteri suggerisce che la ESMA avrà un certo margine di discrezionalità nel prendere le dovute decisioni.

<sup>49</sup> Diverse associazioni si sono fatte carico di raccogliere dati su tutti gli scambi effettuati nei mercati sui derivati OTC, vedi <http://www.isda.org/statistics/otc.htm> per una lista non esaustiva delle fonti disponibili; ma anche il « Warehouse Trust » che conserva una rassegna di tutti i derivati creditizi (CDS) ancora aperti sui mercati OTC.

L'asimmetria informativa dei *supervisors* e delle autorità di vigilanza è ridotta dall'obbligo degli operatori di comunicazione elettronica dei dati relativi alle transazioni a centri di raccolta dati. Questi centri dovranno essere autorizzati dall'ESMA e rispondere a severi criteri etici di selezione basati sulla capacità di mostrare confidenzialità, integrità e protezione delle informazioni acquisite e gestite.<sup>50</sup> L'accesso a queste informazioni sarà garantito alle singole autorità competenti europee ed internazionali per permettere un miglior monitoraggio del mercato e consentire l'individuazione e di conseguenza la prevenzione di ogni eventuale rischio sistemico. Questi enti depositari dei dati sulle negoziazioni avranno il compito di pubblicare tutte le posizioni prese sul mercato dividendole per classi e tipologie, dando così un quadro chiaro e preciso di quelli che sono i rischi presi sul mercato e di come sono distribuiti.<sup>51</sup>

Per quello che concerne la riduzione dei rischi di controparte e operativi, il legislatore comunitario auspica di minimizzare questi rischi introducendo la compensazione centralizzata presso stanze apposite autorizzate. Il problema del rischio di controparte concerne le procedure di *clearing* ovvero quelle procedure, attuate dalle parti di una transazione o da un terzo, attraverso le quali si perviene alla formazione dell'unico saldo netto di cui il partecipante al mercato è debitore o creditore verso la controparte o il gestore del servizio di clearing nel caso in cui vi sia una controparte centrale. Al momento la compensazione bilaterale è maggiormente utilizzata nei mercati sui derivati OTC. La compensazione bilaterale ha però diversi punti deboli. Mentre la valutazione di questi strumenti e lo scambio delle garanzie sono di norma giornalieri per i maggiori *dealers*, la stessa diventa settimanale e a volte anche mensile se sono coinvolti istituti minori. Un'infrequente valutazione delle esposizioni può condurre una controparte, in casi di repentini movimenti dei prezzi dei sottostanti, all'obbligo di dover ripristinare enormi scoperti sugli affidamenti messi a garanzia dell'operazione (*margin calls*) che a loro volta possono portare al collasso finanziario della società, se questa non possiede la liquidità necessaria per ricostituire i margini minimi o non riesce a prenderla in prestito per via del conseguente deterioramento del suo credito (è questo il caso di AIG).<sup>52</sup>

Inoltre, la compensazione bilaterale prevede che ogni parte conduca la propria valutazione del derivato e del rischio associato a questo. La recente crisi ha comunque dimostrato i grossi limiti qualitativi dei modelli di valutazione del rischio utilizzati dalle banche che hanno contribuito solo a creare diverse visioni e valutazioni tra le controparti, che hanno poi portato a dispute legali per risarcimenti e ritardi nelle compensazioni.<sup>53</sup> Infine, la maggior parte delle transazioni bilaterali esistenti su derivati OTC non adotta cautele di tipo *delivery versus payment* ovvero contestuale adempimento delle obbligazioni di entrambi le parti, bensì prevede che la controparte disponga un affidamento a garanzia della copertura di un margine minimo di variazione (*maintenance or variation margin*) delle posizioni di *trading* assunte, ma non del margine iniziale richiesto per aprire la posizione (*initial margin*).<sup>54</sup> La previsione di un termine per l'adempimento determina il sorgere di un rapporto di natura finanziaria che, in conformità a regole di gestione sana e prudente, richiede a ciascuna parte di valutare il grado di solvibilità dell'altra allo scopo di tutelarsi contro eventuali inadempimenti. Il livello del margine di variazione dipende dalla qualità del credito della controparte. Gli istituti non finanziari o governativi non sono generalmente obbligati a depositare garanzie per le loro esposizioni. Questo però ha sostanzialmente ridotto le garanzie necessarie per l'ammontare dei rischi incorsi con le esposizioni in derivati OTC sui mercati.<sup>55</sup>

---

<sup>50</sup> La funzione di controllo e supervisione di questi centri di raccolta dati era aperta a due alternative. La prima era quella di subordinare questi centri all'autorità di vigilanza del mercato competente nel loro stato di residenza che a sua volta avrebbe dovuto comunicare i dati pubblicati da questi centri alla ESMA. La seconda alternativa, che è stata preferita dal legislatore comunitario perché meno onerosa, è quella di far dipendere questi centri direttamente dall'autorità centrale europea (ESMA) ed evitare una doppia segnalazione dei dati sulle negoziazioni (vedi, COM, 2010, 484, pp. 83-85).

<sup>51</sup> COM (2010) 484, pp. 25 and 81-82.

<sup>52</sup> Vedi il caso AIG in COM (2010) 484, p. 23 in particolare nt. 72.

<sup>53</sup> Sebbene non vi siano statistiche sulla frequenza delle dispute che scaturiscono da transazioni su derivati molte queste sono state confermate da un gran numero di controparti (vedi l'Impact Assessment condotto dalla Commissione, cit., p.19).

<sup>54</sup> Mentre il margine iniziale serve a coprire potenziali perdite future quando una posizione viene presa ed è calcolato assumendo la peggior perdita riportabile in uno o due giorni di scambi, il margine di variazione consiste in fondi o garanzie in affidamento per coprire variazioni negative su posizioni aperte ed è generalmente minore. Il margine iniziale è invece presente nei mercati con CCP o broker principale con funzione di CCP. La mancanza di un margine iniziale in una relazione bilaterale tra due *dealers* è dovuta al fatto che entrambe le parti dovrebbero dare garanzie per lo stesso ammontare, poiché entrambe sono esposte al rischio di controparte.

<sup>55</sup> Secondo il sondaggio condotto da ISDA (International Swaps and Derivatives Association) sui margini nel 2010, l'86 per cento degli operatori dichiara di accordarsi con livelli di garanzie determinati sulla base dei rating ricevuti dalle maggiori agenzie, mentre solo il 12 per cento dice di usare gli *spreads* dei CDS. Sempre dallo studio sui margini di

Quando la compensazione avviene con controparte centrale (CCP), questa assume in modo originario le posizioni derivanti dal contratto concluso attraverso un processo che è definito nel diritto anglosassone come “novation”.<sup>56</sup> Attraverso la *novation*, il singolo contratto iniziale che caratterizza lo scambio tra le due controparti è terminato e sostituito da due nuovi contratti stipulati tra la CCP e le due controparti contrattuali. La CCP subentra dunque nel contratto tra le controparti e le obbligazioni originarie del primo contratto cessano di esistere per essere sostituite da quelle derivanti dai contratti tra controparti e gestore. Con l’impiego di servizi di CCP vi sarebbe una notevole riduzione del rischio di controparte, poiché la CCP svolgerebbe una funzione di controllo degli operatori sul mercato, richiedendo per tutti garanzie iniziali (*up front*) e maggiori garanzie nei casi in cui il rischio di *default* aumentasse o quelle esistenti non fossero più sufficienti.<sup>57</sup> Gli affidamenti dati, in questo modo, sarebbero già a disposizione della CCP nel caso in cui una controparte non riuscisse ad onorare i propri impegni. Si garantirebbe, dunque, una sorta di rete di protezione (*safety net*) capace di evitare che il crollo di un partecipante al mercato possa produrre automaticamente il crollo a catena degli altri partecipanti mettendo a repentaglio l’intero sistema finanziario.<sup>58</sup>

I vantaggi di una compensazione con controparti centrali non si riducono a questo. Infatti, le CCPs hanno un forte impatto positivo anche sui rischi operativi. Gli attuali mercati OTC sui derivati consentono alle controparti un elevato grado di flessibilità nella definizione dei termini economici e legali dei contratti stipulati. Questo comporta una grande tecnicità e complessità dei contratti che sono personalizzati secondo le necessità delle controparti ed allo stesso tempo un grosso sforzo degli operatori sul mercato in varie fasi del processo di acquisto e di vendita. Questi interventi diventano estremamente problematici quando i volumi crescono rapidamente poiché, date le difficoltà di registrazione e omologazione di questi scambi, gli operatori non riescono a regolarizzare le transazioni che si accumulano formando enormi liste di ordini eseguiti ma non confermati. Tutto ciò non avverrebbe se i contratti fossero maggiormente standardizzati. I bassi livelli di standardizzazione dei contratti derivati OTC e la scarsa automatizzazione dei processi di regolarizzazione di questi contratti aumentano il rischio operativo.<sup>59</sup>

La mancanza di automatizzazione sul mercato unita alla scarsa trasparenza aumenta inoltre il rischio legale delle controparti sul mercato. Infatti, la mancata conferma della conclusione di una transazione può compromettere un’eventuale messa in mora della controparte inadempiente o la possibilità di compensare questa transazione con altre effettuate. La standardizzazione dei flussi di scambi durante il processo di trading e post-trading permetterebbe alla CCP di inserirsi tra le controparti con maggior facilità dopo che una transazione è stata conclusa. Il legislatore comunitario rendendo obbligatoria per certi derivati la compensazione centralizzata e l’uso di mezzi computerizzati per la conferma dei termini auspica una maggiore standardizzazione di questi contratti. L’attuale sistema è basato su complessi contratti personalizzati (*bespoke derivative*) che aumentano le probabilità di errore umano. Riducendo l’intervento dell’operatore nelle varie fasi del processo d’acquisto o di vendita, il rischio operativo sarà altrettanto ridotto e le autorità di vigilanza avranno uno scenario più verosimile dei rischi esistenti sul mercato. Inoltre, la riconciliazione e l’accettazione elettronica dello scambio potranno essere uno strumento prezioso per fornire alle controparti tutti i dettagli riguardanti la transazione in modo accurato e veloce ed aumentare così gli scambi nel mercato in un regime di pieno controllo delle autorità.<sup>60</sup>

---

garanzia prodotti dalle parti esposte su posizioni in derivati OTC emerge che circa \$3.2 miliardi di dollari sono stati usati come *collateral* per operazioni in derivati OTC, coprendo il 69 per cento dell’esposizione al credito. La forma di garanzia maggiormente usata è il denaro (per l’83 per cento) seguito dai titoli governativi (per il 10 per cento). Altre forme di garanzia includono bond societari, lettere di credito e commodities. Il sondaggio è disponibile su [http://www.isda.org/c\\_and\\_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2010.pdf](http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2010.pdf).

<sup>56</sup> Il processo è più complesso rispetto alla novazione quale regolata dagli art. 1230 e seguenti del codice civile.

<sup>57</sup> Sui vantaggi delle CCP per derivati su commodities vedi anche GUCCIONE, *Struttura e regolamentazione dei servizi di compensazione e di controparte centrale nelle borse di commodities*, in AA.VV. *Scambi Su Merci E Derivati Su Commodities. Quali Prospettive?*, Bologna, Giuffrè, 2006, 213 ss. Vedi recentemente PICKEL, *Navigating the Financial Crisis: Choosing the Right Path for the Derivatives Industry*, in *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4, 2009, 569.

<sup>58</sup> EC, COM (2010) 484, pp. 26 and 63. Vedi anche BIS – Bank for International Settlements, *Central counterparties for over-the-counter derivatives*, in *BIS Quarterly Review*, Settembre 2009; Id., *OTC Derivatives: settlement procedures and counter party risk management – Report by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Euro Currency Standing Committee of the central banks of the Group of Ten countries*, Basilea, Settembre 1998.

<sup>59</sup> Vedi la Banca dei regolamenti internazionali, *Operational Risk*, Consultation Document, January 2001, accessibile su <http://www.bis.org/publ/bcbsca07.pdf>

<sup>60</sup> COM (2010) 484, pp. 28 ss.

## 5. Segue: l'investitore qualificato e i derivati "confezionati su misura" (*bespoke derivatives*).

La compensazione con controparti centrali nei mercati OTC, sebbene obbligatoria per la maggior parte dei contratti scambiati su questi mercati, non è stata estesa all'intero mercato. Il legislatore comunitario ha volutamente lasciato un margine di discrezionalità agli operatori che possono a certe condizioni essere esonerati sia dall'obbligo di compensazione con CCPs sia dalla comunicazione dei dati. Sicuramente non tutti i contratti su derivati OTC destano gli stessi livelli di rischio. I contratti derivati OTC personalizzati *ad hoc* (*bespoke derivatives*) che sono difficilmente standardizzabili e quelli di copertura che riguardano le controparti non finanziarie (dunque non banche o società d'investimento) non dovranno necessariamente adeguarsi agli *standards* di trasparenza richiesti dal legislatore.<sup>61</sup> Però in quest'ultimo caso, esse dovranno sottostare a più severi oneri di capitale e margini di garanzia.<sup>62</sup>

Questo principio si ritrova nella riforma introdotta verso la metà del 2010 negli Stati Uniti dal Dodd-Frank Act dove vige l'obbligo per tutte le controparti di scambiare e compensare certe categorie di derivati mediante stanze di compensazione classificate come *Derivatives Clearing Organizations* (DCO).<sup>63</sup> Una società non finanziaria può scegliere di non utilizzare una DCO nel caso in cui abbia stipulato un contratto derivato di *swap* e notifichi alla CFTC (Commodity Future Trading Commission) come intenda rispondere dei suoi impegni finanziari per i contratti rimasti pendenti. Tuttavia, le controparti che non accettano di compensare le loro posizioni con una DCO, saranno soggette a requisiti di capitale maggiori rispetto alle altre controparti.<sup>64</sup> I legislatori sperano che, prevedendo maggiori oneri per chi opera con negoziazioni bilaterali su derivati, si possa creare nel mercato un forte incentivo a preferire la compensazione centralizzata con CCPs laddove possibile.<sup>65</sup>

Il Regolamento EMIR riconosce, inoltre, la figura dell'investitore "qualificato", come colui che assume posizioni importanti sul mercato e per questo assoggettabili agli obblighi di trasparenza. Le soglie percentuali minime per essere considerato un investitore qualificato dovranno essere stabilite con standard tecnici dalla ESMA e dal ESRB di concerto con tutte le eventuali autorità competenti dei singoli paesi membri.<sup>66</sup> Questa particolare figura di investitore ricorre anche nella recente riforma finanziaria introdotta negli Stati Uniti con il

---

<sup>61</sup> Allo stesso modo, classi importanti di derivati su cambi sono state esentate dai requisiti di compensazione con controparti centrali negli Stati Uniti. Vedi la decisione del Tesoro americano riguardo l'esenzione di certe categorie di foreign exchange derivati disponibile al sito <http://www.treasury.gov/initiatives/wsr/Documents/FX%20Swaps%20and%20Forwards%20NPD.pdf>

<sup>62</sup> La regola era già contenuta tra le proposte della Commissione europea e nel commento del Consiglio d'Europa che proponeva l'obbligo di *reporting* e *clearing* per tutti gli strumenti finanziari derivati - pena un margine superiore di garanzia e di capitale di vigilanza (vedi COM 2011, 652).

<sup>63</sup> La § 725 (c) che modifica la § 5b (c) of the *Commodity Exchange Act* prevede alcuni aspetti del loro business dove dice: "Subject to any rule of regulation prescribed by the [CFTC], a derivatives clearing organization shall have *reasonable discretion* in establishing the manner by which the derivatives clearing organization complies with each core principle... [Emphasis added]", al 7 U.S.C. 7a-1(c).

<sup>64</sup> Come già evidenziato in dottrina "*the devil is in the details*" (cfr. STOUT, *Risk, Speculation, and OTC Derivatives: An Inaugural Essay for Convivium*, in *Accounting, Economics, and Law*, Vol. 1, 2011, 1-13; SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM, *The Dodd-Frank Act: Commentary and Insights*, July 12, 2010). Infatti, il Dodd-Frank Act conterrebbe un'eccezione che potrebbe diventare la regola: contratti derivati anche puramente speculativi sarebbero esonerati dagli obblighi di legge se una controparte centrale autorizzata (DCO) non accettasse di compensarli.

<sup>65</sup> In Europa il legislatore ha vietato alle controparti di riutilizzare il *collateral* come invece avviene negli scambi bilaterali. Inoltre, non sarà più possibile per i *dealers* compensare nel loro *portfolio* transazioni *standard* negoziate con CCPs e transazioni *non standard* negoziate in modo bilaterale con il risultato che potrebbero applicarsi oneri di capitale maggiori. Dato che alcune categorie sono obbligate a compensare con CCPs il legislatore spera che questo tipo di compensazione sia estesa anche ad altre categorie in conseguenza degli incentivi dati.

<sup>66</sup> La *ratio* di questa esenzione sembra dovuta al fatto che le società non finanziarie non pongono lo stesso livello di rischio delle loro controparti finanziarie. Le società non finanziarie spesso utilizzano contratti derivati per coprirsi dal rischio legato al prezzo di acquisto della materia prima maggiormente usata nella propria attività. Ad esempio, una compagnia aerea può attraverso l'acquisto di un derivato assicurarsi che il prezzo pagato sulla fornitura del carburante per un determinato periodo non oscilli in modo sconsiderato. Alternativamente una società può assicurarsi da un'eventuale variazione sui tassi di cambio nel caso in cui una sua controllata estera operante in un paese extra UE assuma debiti e crediti in diverse valute.

Dodd-Frank Act,<sup>67</sup> dove si parla del “*major swap participant*”. A differenza del primo però, il Dodd-Frank Act non prevede alcuna soglia percentuale minima sopra la quale il soggetto è considerato un investitore qualificato.<sup>68</sup> Questa differenza importante tra le due riforme è data dal fatto che al contrario di quanto previsto nel Regolamento EMIR e nella precedente proposta della Commissione, gli obblighi statunitensi di legge si applicano - a discrezione del legislatore - secondo il tipo di contratto scambiato (requisito oggettivo) e non della qualifica dei soggetti che stipulano il contratto (requisito soggettivo). Quest’ultimo aspetto potrebbe far propendere per una maggiore onerosità della normativa americana per gli operatori sul mercato. Sebbene però il Dodd-Frank Act restringa la possibilità delle DCO di scegliere quali prodotti finanziari OTC ammettere a compensazione,<sup>69</sup> esso attribuisce alle DCO ampia discrezione di innovare e creare nuove procedure di clearing,<sup>70</sup> settlement<sup>71</sup> e risk management.<sup>72</sup> Per quanto concerne gli oneri di comunicazione degli operatori sul mercato, il Regolamento dà la possibilità alle controparti non finanziarie di essere esonerate da questi obblighi.<sup>73</sup> Questa possibilità non trova riscontro nella normativa americana, dove il Dodd-Frank Act richiede la comunicazione a centri di raccolta dati autorizzati di ogni contratto derivato aperto.<sup>74</sup>

## 6. Le implicazioni legate all’uso di CCPs per il *clearing* dei derivati OTC.

Vi sono varie implicazioni legate alla nuova riforma finanziaria sul mercato dei derivati OTC ed in particolare all’uso delle controparti centrali per il *clearing* dei derivati OTC. Un primo profilo che ha destato non poche perplessità riguarda il dibattito sulla trasparenza in questi mercati e in particolare i vantaggi, in termini di efficienza, legati all’introduzione di ulteriori regole di *disclosure*, poiché queste regole hanno un costo. Infatti, valutare anche solo un singolo CDO – figuriamoci un “portafoglio” di questi investimenti – richiede l’analisi di tutta una serie di informazioni di natura giuridica e finanziaria che variano dalla valutazione del rischio di default o di estinzione prematura di un grande numero di prestiti cartolarizzati all’analisi di ogni eventuale clausola di *credit enhancement* prevista nelle varie *tranches* del CDO cartolarizzate, oltre alla stima del potenziale rischio di controparte dato dall’esame dei vari investitori che hanno sottoscritto il CDO. La vasta asimmetria informativa tra le parti, difficilmente arginabile con semplici obblighi di comunicazione, ha spinto parte della

---

<sup>67</sup> In particolare, vedi i titoli 7 e 8 dove vengono discussi rispettivamente l’obbligo di compensazione con controparti centrali per i derivati standardizzati e le problematiche relative alla organizzazione e funzionamento dei servizi di settlement e clearing dei derivati OTC.

<sup>68</sup> A “*major swap participant*” is any entity who meets any of the following: 1) maintains substantial position in any major swap category, 2) outstanding swaps create substantial counterparty exposure or 3) any financial entity not subject to capital requirements, with substantial position in swaps and is highly leveraged (vedi, CFTC, *Regulation of Swap Dealers and Major Swap Participants*, §§ 721 & 761). Il legislatore americano non ha ancora definito con precisione quali soggetti rientrerebbero in questa categoria e cosa significhi avere una “*substantial position*” sul mercato o una “*substantial counterparty exposure*” o infine essere entità “*highly leveraged*”. Queste definizioni possono avere un grande impatto sull’industria degli hedge funds e dei fondi di investimento.

<sup>69</sup> Section 723 (‘Clearing’), Title VII: Wall Street Transparency and Accountability, *Dodd-Frank Act* 2010, H.R. 4173-300.

<sup>70</sup> Ogni DCO dovrà fornirsi di un sistema di regole e procedure atte a massimizzare l’efficienza, l’equità e la sicurezza nelle transazioni dei vari investitori sul mercato nei casi in cui questi dovessero divenire insolventi o inadempienti alle proprie obbligazioni contrattuali. Queste procedure per i casi di *default* dovranno essere rese pubbliche da ogni DCO, vedi s 725 (c)(G)(i). Le DCO avranno anche il compito di garantire il rispetto stesso delle regole fissate, vedi s 725 (c)(H).

<sup>71</sup> Per le procedure di *settlement*, *netting* and *set-off*, vedi Dodd-Frank Act, s 725 (c)(E).

<sup>72</sup> Le DCO dovranno inoltre condurre tests periodici per verificare che le proprie risorse e fondi a disposizione sono sufficienti ad assicurare le attività di processing, clearing e settlement giornaliere (vedi Dodd-Frank Act, s 725, c, I).

<sup>73</sup> Questa esenzione può essere vista come un modo di giustificare le preoccupazioni presentate dai fondi hedge che ritengono che la proposta della Commissione non riuscirà comunque a dare un ritratto corretto e accurato del mercato OTC nel suo insieme, scopo che era all’origine delle intenzioni della Commissione come emergeva dal processo delle consultazioni. In particolare focalizzando gli obblighi di comunicazione solo sugli istituti ed enti finanziari rischierebbe di dare agli investitori un’informazione distorta del vero stato del mercato (vedi COM, 2009, 563).

<sup>74</sup> Dall’ottobre 2010, il CFTC aveva approvato una legge *ad interim* sugli obblighi di comunicazione per i contratti swap non ancora esercitati ovvero quei contratti rimasti aperti in data 21 luglio 2010. Gli obblighi sono stati confermati dal Dodd-Frank act, anche se nuovi dettagli saranno formulati in seguito quando il CFTC avrà raccolto abbastanza dati sui contratti swap da poter stabilire standard permanenti.

dottrina a dubitare fortemente dei benefici di una maggiore trasparenza.<sup>75</sup> Secondo questa parte della dottrina, ammesso che queste premesse siano corrette, ulteriori regole a favore di una trasparenza avrebbero semplicemente l'onere di aggiungere costi di comunicazione e *compliance* agli istituti finanziari, con il potenziale risultato di guidare il mercato all'uso di forme di organizzazione meno efficienti.<sup>76</sup> Da un punto di vista legislativo inoltre, un'eccessiva fiducia nelle capacità autocorrettive del mercato dettate da decisioni razionali di investimento degli operatori potrebbe rivelarsi addirittura controproducente e distogliere l'attenzione da altre iniziative meritevoli d'attuazione.<sup>77</sup>

Un secondo profilo critico è dato dal fatto che se è vero che l'introduzione di controparti centrali per le compensazioni di operazioni su derivati OTC riduce il rischio di controparte, essa aumenta allo stesso tempo quello associato all'attività delle CCP. In altre parole, il rischio non sarebbe eliminato ma solamente trasferito dagli investitori alla CCP. Questo fattore di rischiosità ha spinto gli economisti ed il legislatore a prevedere l'esistenza di varie CCPs, almeno una per ogni segmento del mercato al fine di limitare il rischio.<sup>78</sup> Inoltre, la CCP riduce il rischio distribuendo la perdita di un'eventuale controparte "fallita" tra i suoi membri ma, così facendo, disincentiva fortemente le controparti a preoccuparsi della qualità del credito. In un mercato con compensazione centralizzata tutte le controparti sono uguali e la CCP sarà garante allo stesso modo per tutte le loro obbligazioni. Se l'effetto "domino" – in caso di *default* – è scongiurato, anche l'interesse del *dealer* a monitorare la solvibilità di una controparte è attenuato. Un istituto finanziario con margini di solvibilità superiori alla media del mercato avrà solo da perdere a fare trading attraverso controparti centrali. Per questa ragione, vi è tra la dottrina chi ha sostenuto che l'asimmetria informativa sarebbe addirittura aggravata nei mercati con compensazione centralizzata rispetto a quella bilaterale.<sup>79</sup> Questo si spiegherebbe con il fatto che i *dealers* in questi ultimi mercati sarebbero maggiormente in grado di valutare e dunque prezzare il rischio di un derivato anche perché avrebbero un maggiore incentivo a farlo. Il risultato potrebbe essere l'assegnazione alle stanze di compensazione dei derivati troppo rischiosi da compensare con relazioni bilaterali, come ad esempio i CDS, con conseguenze che potrebbero non essere quelle sperate dal legislatore.<sup>80</sup>

In terzo luogo, non bisogna sottovalutare il particolare *status* delle CCPs che, pur svolgendo un ruolo di interesse pubblico per la loro funzione di gestori del rischio nei mercati finanziari, mostrano generalmente un assetto proprietario privato, poiché membri della CCP sono le singole banche *dealers*. Ciò pone le CCPs in potenziale conflitto di interessi. Ad oggi le CCP già esistono per determinati settori del mercato dei derivati, per i quali esse si assumono il rischio delle compensazioni.<sup>81</sup> Se il legislatore decidesse di aumentare o comunque

---

<sup>75</sup> SCHWARCZ, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, in *Utah Law Review*, 2008, 1109, e in *Duke Law School Legal Studies Paper No. 203*, accessibile al <http://ssrn.com/abstract=1113034>.

<sup>76</sup> La European Banking Federation (EBF) ha criticato l'operato della Commissione Europea per essersi spinto troppo oltre nel tentativo di regolamentare i mercati sui derivati OTC. L'EBF avrebbe voluto maggiori esenzioni per le "smaller financial counterparties" introdotte nelle proposte della Commissione. Vedi il loro commento accessibile al [www.ebf-fbe.eu/uploads/D1105E-2010.pdf](http://www.ebf-fbe.eu/uploads/D1105E-2010.pdf).

<sup>77</sup> AVGOULEAS, *What Future for Disclosure As a Regulatory Technique? Lessons from Behavioural Decision Theory and the Global Financial Crisis*, in MacNeil and O'Brien, eds., *The Future of Financial Regulation* (Hart 2010), p. 231; Vedi anche SCHWARCZ, *Systemic Risk*, in *GEO. L.J.*, Vol. 97, 2008, 193, 195, 225, 238 dove discute sul tipo di riforme veramente necessarie a ridurre il rischio sistemico, come ad esempio, aumentare il potere intrusivo dei governi federali nelle banche insolventi, argomentando che una riforma efficace a limitare questo rischio deve includere la figura del "liquidity-provider of last resort", invece inutile e costoso per il sistema finanziario sarebbe aggiungere altre regole sulla trasparenza.

<sup>78</sup> Vedi la Federal Reserve Bank, *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, in *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports. No. 424*, January 2010. Questo numero, peraltro, non deve neanche crescere in modo incontrollato come ha dimostrato uno studio economico recente, bensì restare esiguo oppure deve essere concessa la possibilità alle CCPs di compensarsi tra di loro, vedi DUFFIE E ZHU, *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk*, in *Rev. Asset Pric. Stud.*, 2011, 1, 74-95.

<sup>79</sup> PIRRONG, *The Economics of Clearing in Derivatives Markets: Netting, Asymmetric Information, and the Sharing of Default Risks Through a Central Counterparty*, in *University of Houston Working Paper*, 2009, 33.

<sup>80</sup> SHADAB, *Guilty by association: Regulating credit default swaps*, in *Entrepreneurial Business Law Journal*, 2009, 4(2), 407-466; GREGORY, *Counterparty Credit Risk: The New Challenge for Global Financial Markets*, Chichester: Wiley 2010, 167 ss.

<sup>81</sup> Ad esempio per gli scambi di *interest rate swaps*, CCP sono esistite per oltre una decina d'anni e nel mercato dei futures and options in alcuni casi anche per più di un cento. La Minneapolis Chamber of Commerce stabilì la prima CCP per futures nel 1891, e altri mercati di scambi su futures negli Stati Uniti ne hanno fatto uso negli anni tra il 1891 e il 1925. Uno degli ultimi mercati su futures ad adottare un sistema di compensazione centrale mediante CCP è stato il London Metal Exchange solo nel 1986 (vedi PIRRONG, *The Economics of Clearing in Derivatives Markets: Netting*,

incoraggiasse fortemente gli scambi con controparti centrali, le CCPs sarebbero, da un lato, private della loro discrezionalità ad accettare i rischi da correre e, dall'altro, messe davanti all'opportunità di incrementare i propri guadagni assumendo nuovi rischi con la consapevolezza però di non pagare in caso di perdite poiché la loro "importanza sistemica" genererebbe grossi rischi per il mercato in caso di *default*.<sup>82</sup> In altre parole, la certezza dello Stato come finanziatore *of last resort* potrebbe accrescere comportamenti opportunistici e creare costi cosiddetti di *moral hazard*<sup>83</sup> nelle CCPs che altro non sono che organi privati organizzati in attività con scopo di lucro. Anche il fatto di prevedere più di una CCP sui mercati OTC per evitare di accentrare tutti i rischi in una sola entità potrebbe mostrarsi controproducente. Infatti, sebbene il rischio sistemico sia ulteriormente ridotto, la situazione concorrenziale che si creerebbe tra soggetti privati con scopo di lucro potrebbe andare a discapito della severità dei requisiti che le controparti sono tenute a rispettare per negoziare in derivati, come ad esempio i margini iniziali di garanzia e i margini di variazione. Senza dubbio, una corsa al ribasso di questi margini proposta dalle CCPs per acquisire maggiori clienti sarebbe rovinosa per il sistema.

Infine, la scelta di abbandonare le compensazioni bilaterali in uso per vari tipi di derivati OTC sostituendole con compensazioni mediante controparti centrali implicherebbe la standardizzazione dei contratti che regolano queste tipologie di derivati. Questo processo avrebbe il merito di ridurre le complessità che, secondo alcuni, sono alla base delle ingenti perdite degli istituti di credito.<sup>84</sup> Non sembra però possibile ipotizzare una standardizzazione di tutte le clausole di questi contratti scambiati over-the-counter come è stato auspicato tra la dottrina.<sup>85</sup> Senza poi considerare che la standardizzazione dei contratti limiterebbe fortemente la flessibilità delle parti e di conseguenza l'innovazione sul mercato limitando la funzione stessa dei derivati che è quella di consentire una riduzione dei rischi favorendo una condivisione degli stessi tra gli investitori che sono pronti ad accettarli.<sup>86</sup>

## 7. Il nuovo ruolo e la struttura delle CCPs operanti in mercati sui derivati OTC.

Alla luce dell'importanza di questo nuovo ruolo sistemico dedito al mantenimento della stabilità finanziaria, implicazioni di vario tipo sorgono riguardo alla gestione del rischio che le CCPs dovranno garantire e all'analisi della struttura di governo che le stesse dovranno assumere. Per questo, obblighi e limiti sono imposti alle stanze di compensazione che dovranno svolgere la loro funzione implementando tutte le misure atte a consentire la riduzione di ogni tipo di rischio operativo e di credito. In Europa sarà compito dell'ESMA elaborare *standards* tecnici e linee guida per le CCPs al fine di garantire un elevato servizio di gestione del rischio.<sup>87</sup> Negli Stati Uniti invece, sono i vari legislatori americani che fissano gli *standards* di buona condotta del business per le DCO.<sup>88</sup>

Tutte le transazioni dovranno realizzarsi attraverso un sistema di conferma elettronica di accettazione dei contratti per evitare ogni possibile errore umano. Le CCPs dovranno prevedere margini minimi iniziali di capitale per tutte le controparti negli scambi aperti sul mercato ed il mantenimento di margini di copertura fino

---

*Asymmetric Information, and the Sharing of Default Risks Through a Central Counterparty*, in *University of Houston Working Paper*, 2009).

<sup>82</sup> CPSS (Committee on Payment and Settlement Systems), *Market structure developments in the clearing industry: implications for financial stability*, 2010, CPSS Publications No 92, Bank for International Settlements, November, available at: <http://www.bis.org/publ/cpss92.pdf>.

<sup>83</sup> Il *moral hazard* è quel comportamento opportunistico che occorre quando chi assume la gestione dei rischi, sa di non essere responsabile in caso di eventuali perdite. Vedi PIRRONG [nota 75] 53-63.

<sup>84</sup> HULL, *OTC derivatives and central clearing: can all transaction be cleared?* in *Financial Stability Review*, 2010, 14, 71-78.

<sup>85</sup> Vedi MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2010, 789-790.

<sup>86</sup> La FSA inglese ha in particolare specificato l'importanza di godere di flessibilità per gli investitori che altrimenti vedrebbero limitata la loro capacità di gestire i rischi intrapresi in un mercato che è oramai divenuto globale. FSA, *The Turner Review, A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March 2009.

<sup>87</sup> Alcune regole sono contenute nella proposta della Commissione ai Title III e IV, vedi COM (2009)563 fin. Inoltre, saranno assoggettate a rigide regole di condotta e di *governance* interna, a controlli di revisione e requisiti prudenziali e di organizzazione che saranno introdotti nell'ambito della nuova riforma finanziaria anche attraverso le modifiche della MiFID, della Direttiva sul Market Abuse (2003/6/EC), della Direttiva sulla trasparenza (2004/109/EC) e della Direttiva sui requisiti di capitale di vigilanza (2006/48/EC; 2006/49/EC).

<sup>88</sup> Ogni DCO avrà libertà nel decidere i propri *standards* di *governance*. Comunque dovrà garantire un solido, trasparente e effettivo insieme di regole consono per ogni aspetto dell'attività svolta (vedi Dodd-Frank Act, s 725 c R).

al 99 per cento dell'esposizione al rischio durante determinati periodi temporali. Al fine di svolgere al meglio il loro compito, le CCPs dovranno poter avere accesso ad adeguati livelli di liquidità sia attraverso il sostegno delle banche centrali sia ricorrendo ai grandi istituti commerciali internazionali.<sup>89</sup>

La previsione di margini di garanzia e di procedure di limitazione dei rischi operazionali sarà una parte critica nel disegno della struttura di una CCP, così come la massima garanzia della legalità delle procedure di compensazione (*netting*) e dell'integrità della CCP. Il rischio operativo di errori del sistema o frodi e la *legal uncertainty*, generata dalla possibilità che un accordo di *netting* non sia egualmente protetto dalle giurisdizioni dei paesi di residenza delle controparti, potrebbero rivelarsi catastrofici per una CCP che dovrà gestire un grande numero di operatori. Le CCPs dovranno dotarsi di particolari meccanismi di *default trigger* e di *netting close-out* che consentano loro di identificare un eventuale problema di solvibilità anche prima del vero e proprio *default* della controparte. Il mancato pagamento o il realizzarsi di uno degli eventi di *default* previsti in queste clausole contrattuali accelererebbe la conclusione del contratto dichiarando la controparte in *default* inadempiente. E' dunque interesse della CCP che questa procedura si svolga in tempi molto brevi in modo da avere sempre chiara l'esposizione e di ridurre al minimo il rischio per gli altri membri.<sup>90</sup>

In questo senso, si è detto che le CCPs potranno svolgere una funzione di monitoraggio interno dei propri membri operatori e risolvere delicate questioni di insolvenza senza far trapelare al mercato notizie negative che potrebbero pregiudicare la situazione della controparte in *default* aggravandone ulteriormente la perdita e mettendo a rischio anche un eventuale intervento di salvataggio della CCP. Infatti, nel mercato a scambi bilaterali quando le controparti percepiscono le difficoltà finanziarie di un *dealer* generalmente interrompono ogni invio di *collaterals* e/o attività di negoziazione come si è verificato nel 2008 con il caso Bear Sterns. Per risolvere ogni eventuale conflitto di interesse, negli Stati Uniti, la Federal Reserve può proibire ai grandi gruppi bancari e alle "holding finanziarie" il controllo delle DCO.<sup>91</sup> Tale limitazione però non esiste nelle proposte della Commissione, dove le CCPs devono comunicare, e monitorare attivamente, l'identità dei loro azionisti (*dealers*), mentre spetta all'autorità competente nel paese di rifiutare l'autorizzazione ad una CCP qualora ravisasse l'esistenza di interessi divergenti tra uno dei suoi azionisti e le controparti sul mercato al fine di non pregiudicare l'indipendenza e l'imparzialità del gestore dei servizi di compensazione. Per lo stesso motivo, la CCP dovrà comunicare ogni potenziale conflitto di interessi dei suoi amministratori con la funzione svolta. Qualora l'autorità preposta alla supervisione consideri che i conflitti siano tali da poter influenzare il corretto svolgimento dell'attività della CCP, essa potrà prendere ogni misura appropriata per risolvere la situazione, fino a rimuovere gli stessi amministratori.<sup>92</sup>

Le varie organizzazioni del settore hanno sottoscritto volontariamente un insieme di regole raccolte nello *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*.<sup>93</sup> Questo codice prevede tre livelli d'interazione tra le CCPs mirati a ridurre il rischio di controparte e facilitare gli scambi oltre frontiera ovvero la possibilità della CCP di divenire una controparte nel mercato di un'altra CCP (*standard access*); di scambiarsi informazioni riservate (*data feed access*) e di firmare accordi di mutua assicurazione con una o più CCP (*interoperability*). I legislatori europei hanno reagito con preoccupazione alla creazione di legami tra CCPs lamentando che l'anello debole della catena potrebbe far così crollare l'intero sistema finanziario contagiando anche le altre CCPs. Infatti, anche se ogni transazione tra CCPs fosse garantita in pieno, le esposizioni prese originerebbero un enorme rischio di liquidità ovvero il rischio che la CCP in una situazione di insolvenza non riesca a monetizzare i propri beni.<sup>94</sup>

---

<sup>89</sup> Le DCO negli Stati Uniti dovranno assicurarsi che gli operatori sul mercato abbiano depositato affidamenti sufficienti per coprire le posizioni assunte (vedi Dodd-Frank Act, s 725 c F).

<sup>90</sup> Le cause giudiziarie con durate ultra decennali aperte dall'amministrazione Lehman Brothers ci ricordano le complessità che possono originare dalla mancanza di un regime pienamente armonizzato in tema di *netting*, garanzie finanziarie e fallimento transnazionali.

<sup>91</sup> Secondo il parere del CFTC queste banche non dovrebbero poter controllare le DCO attraverso le quali essi sono al tempo stesso operatori attivi sul mercato, vedi CFTC – Commodity Futures Trading Commission, *Remarks of Chairman Gary Gensler before the Managed Funds Association*, Chicago, Illinois, June 24, 2009.

<sup>92</sup> COM(2010) 484.

<sup>93</sup> FESE, EACH & ECSDA – Federation of European Securities Exchanges, European Association of Clearing Houses and European Central Securities Depositories Association (2006), *European Code of Conduct for Clearing and Settlement*.

<sup>94</sup> Di questo avviso la FSA inglese e la AFM olandese che hanno bloccato l'applicazione di questi accordi tra la LCH, Clearnet, EMCF e SIX x-clear nella convinzione che questi avrebbero causato un eccessivo rischio sistemico. Di conseguenza, nel Luglio 2008, la European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH) ha pubblicato un documento basato sul codice di condotta ma rivisto secondo i nuovi indirizzi prudenziali, vedi *Inter-CCP Risk Management Standards*, July 2008, 6-17.

La Commissione ha però proposto di istituire varie CCPs secondo i segmenti dei mercati sui derivati OTC esistenti, favorendo la concorrenza tra le CCPs come metodo di massimizzazione dell'efficienza del servizio.<sup>95</sup> Per evitare che le CCPs possano competere sull'ammontare degli affidamenti da richiedere alle parti, e per non avvantaggiare nessuno con differenze negli scambi oltre frontiera, è necessaria una procedura trasparente e unitaria che definisca il metodo di calcolo giornaliero o settimanale degli affidamenti delle controparti, i margini che queste dovranno mettere a garanzia per aprire determinate posizioni e in quali casi, una controparte è considerata inadempiente.<sup>96</sup>

Inoltre, la riforma proposta dalla Commissione crea un quadro normativo armonizzato che consente l'accesso ai mercati europei alle imprese e ai gestori di mercato con sede in paesi terzi garantendo condizioni di parità per tutti gli operatori ed al tempo stesso provvede alla necessità di promuovere una stretta cooperazione con i paesi terzi extra-EU e di assicurare lo scambio di informazioni tra le autorità competenti. In particolare, la proposta introduce un regime basato su una valutazione preliminare, condotta dalla Commissione, volta ad accertare l'equivalenza delle giurisdizioni di paesi terzi. Le imprese con sede in paesi terzi nei confronti dei quali è stata rilasciata una dichiarazione di equipollenza dalla Commissione che accerti l'equivalenza della giurisdizione di quel paese con le norme comunitarie, potranno richiedere alla ESMA, che sarà incaricata del coordinamento e sviluppo degli accordi di cooperazione tra gli Stati, l'autorizzazione a prestare servizi sul mercato europeo.<sup>97</sup> Tutto ciò al fine di evitare che gli operatori sul mercato europeo cerchino di concludere contratti con CCPs extra territoriali con *standards* inferiori rispetto a quelle europee.<sup>98</sup> Il non ottenimento dell'equipollenza precluderà ad una CCP residente in un paese terzo di poter svolgere attività e servizi nel territorio europeo. Regole identiche si applicano al mutuo riconoscimento dei centri di raccolta dati o repertori di dati residenti in un paese extra-UE. Questi mutui riconoscimenti faranno oggetto di accordi internazionali tra la Commissione e il paese terzo, dove il particolare ente è situato. L'accordo internazionale deve occuparsi di regolare l'accesso reciproco ai dati e lo scambio di informazioni sui contratti derivati OTC trascritti nei vari registri.<sup>99</sup>

## 8. Considerazioni conclusive.

In quest'ultimo anno sono emersi approcci divergenti sull'implementazione di eventuali regole di *disclosure*, *settlement* e *clearing* per i mercati dei derivati OTC. In particolare, certi studi condotti da Stati Membri CE e da organizzazioni internazionali hanno sollevato dubbi sull'effettiva convenienza di passare da compensazioni bilaterali a centralizzate per questi mercati non convenzionali.<sup>100</sup> Da un lato, l'introduzione di ulteriori regole ha

---

<sup>95</sup> Recenti studi economici hanno dimostrato che se è vero che introducendo diverse CCPs per diverse classi di derivati si aumenta l'efficienza del servizio e di conseguenza anche gli scambi sul mercato, quando più di una CCP è introdotta nella stessa classe di derivati diviene controproducente (vedi, DUFFIE e ZHU, *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?*, in *Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 46.*, July 2009, 23).

<sup>96</sup> Il 2004 CPSS-IOSCO ha introdotto le raccomandazioni per la gestione del rischio. Un punto importante resta quello di valutare se le CCP debbano avere accesso al credito della banca centrale e in tal caso in che situazioni. La CCP deve garantire standards di liquidità in casi di fallimenti di una o più controparti sul mercato. (L'Association Française des Marchés Financiers (AMAFI) urges that each CCP should have intraday/overnight access to central bank money in the currency it operates in to be in a position to rapidly and securely obtain the necessary liquidity for it to limit systemic risk, vedi AMAFI, *Draft Recommendations for CCPs revised for CCPs clearing OTC derivatives*, April 2009.

<sup>97</sup> COM(2011) 652, artt. 36-39.

<sup>98</sup> Negli Stati Uniti, il legislatore può disciplinare tutte le attività che sono condotte al di fuori del paese, ma che hanno una connessione o un effetto rilevante e diretto nell'attività di trading americana e che contravvengono a regole che la SEC può prescrivere o promulgare come necessarie e/o appropriate al fine di prevenire l'elusione di un qualsiasi articolo del Wall Street Transparency and Accountability Act 2010. Il CFTC ha storicamente interpretato "attività" in modo diverso da "transazioni", dunque non è chiaro se questa regola si applichi a transazioni su scambi piuttosto che a servizi di informazione e consulenza finanziaria forniti su tali operazioni.

<sup>99</sup> Nell'Ottobre 2010, il Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) ha formato una task force allo scopo di sviluppare affidabili standards internazionali che possano servire da punto di riferimento per tutti i paesi membri dello IOSCO al fine di una migliore consultazione ed il coordinamento dei problemi relativi alla normativa sui derivati OTC. Vedi, il consultation paper dello IOSCO, *Transparency of Structured Finance Products*, September 2009, accessibile al <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD306.pdf>

<sup>100</sup> Vedi il FSF (Financial Stability Forum), *OTC Market Reform: Progress Report on Implementation*, 15 Aprile 2011, accessibile su [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_110415b.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110415b.pdf); SINGH, *Making OTC Derivatives Safe – A Fresh Look*, in *IMF Working Paper WP/11/66*, Marzo 2011, accessibile su <http://www.finextra.com/finextra-downloads/newsdocs/imfsinghpaper.pdf>

incontrato le resistenze di alcuni Stati comunitari (Olanda, Danimarca ed in particolare Regno Unito) che hanno visto il loro mercato sui derivati OTC e sulla finanza strutturata nascere e svilupparsi notevolmente proprio nella fase precedente alla crisi e non vorrebbero certo danneggiarlo correndo il rischio di perdere clienti importanti.<sup>101</sup> Dall'altro, questa maggiore rigidità, che comporterà costi più elevati per il mercato, ha ricevuto le lamentele delle organizzazioni di categoria e dei grandi dealers.<sup>102</sup> Alle tesi sulla scarsa trasparenza dei mercati su derivati OTC come elemento causale della recente crisi finanziaria, gli studi condotti nel Regno Unito hanno dato solo un peso relativo.<sup>103</sup> La Turner Review, pur riconoscendo la teoria dei mercati efficienti come una delle linee guida del legislatore nel disegno dell'ordinamento dei mercati finanziari, ha concluso sottolineando che sarebbe troppo ingenuo pensare che il mercato non abbia mai bisogno di correttivi esterni per riequilibrare certe situazioni.<sup>104</sup> Un approccio più ragionevole sarebbe quello di intervenire sulla funzione delle regole già esistenti a beneficio della trasparenza migliorandone la comparabilità.<sup>105</sup>

L'introduzione di compensazioni per il tramite di CCPs nei mercati sui derivati OTC avrebbe senza dubbio una serie di vantaggi rispetto alla compensazione su base bilaterale. Innanzitutto, permetterebbe una più efficace gestione del rischio data da una migliore organizzazione delle funzioni di negoziazione e post-negoziazione. Questa sarebbe possibile grazie ad una maggiore efficienza operativa dovuta ai vantaggi della "novation", della compensazione multilaterale (*multilateral netting*) e della centralizzazione della gestione delle garanzie. La CCP, essendo una controparte in ogni scambio effettuato sul mercato, è nella posizione di poter valutare e gestire i rischi meglio di chiunque altro. Inoltre la centralizzazione delle informazioni in capo alla CCP consentirebbe un'efficace comunicazione delle stesse al mercato, al legislatore ed alle autorità di vigilanza permettendo lo sviluppo di inesplorati segmenti del mercato e facilitando la prevenzione di eventuali rischi sistemici. Infine la centralizzazione delle informazioni e la loro comunicazione al mercato eliminerebbero quelle discriminazioni dovute ai vantaggi informativi di cui alcuni operatori, generalmente grosse banche, spesso beneficiano.

Come si evince da queste note, molte sono le questioni ancora aperte per una riforma dei mercati OTC, sebbene alcune regole siano già state formulate e parzialmente introdotte in vari sistemi giuridici (negli Stati Uniti dal 2010). L'ampiezza di azione delle normative sulle transazioni in questione e sugli operatori dei mercati OTC, il regime delle esenzioni concesse, la determinazione delle classi di prodotti finanziari che dovranno essere assoggettate a compensazione con controparti centrali e la coordinazione della supervisione internazionale dei mercati OTC sono tutti problemi che il legislatore internazionale non ha definito nei dettagli. Peraltro, la sola introduzione di CCPs per il *clearing* e di centrali per la raccolta dei dati sulle negoziazioni non basterà a isolare

---

<sup>101</sup> L'Unione Europea conta per il 66 per cento del mercato globale dei derivati sui tassi di interesse e per il 60 per cento del mercato globale dei derivati sui tassi di cambio. Londra da sola conta rispettivamente per il 39 e il 44 per cento nei due mercati globali (City of London Corporation, p 78). Gli Stati Uniti hanno il 24 per cento del valore del mercato globale sui derivati OTC. Mentre l'Asia ad oggi costituisce una relativamente piccola parte del mercato globale OTC anche se i volumi degli scambi stanno crescendo molto velocemente. In Giappone, ad esempio, che è il più grande mercato sui derivati in Asia, gli scambi sugli interest rate swap sono cresciuti tra il Giugno 2007 ed il Giugno 2009 del 47 per cento.

<sup>102</sup> STANGL ET AL., *Let's post collateral*, in *Commerzbank Research*, 18 Novembre 2010, secondo l'autore l'implementazione dell'attuale regolamento produrrà costi per gli operatori stimati in 50 miliardi di euro in margini di garanzia aggiuntivi. Secondo una stima di JP Morgan nel 2010, questa riforma costerà alle 16 maggiori banche qualcosa come 221 miliardi di dollari, vedi <http://dealbook.nytimes.com/2010/02/17/analysts-put-bank-reform-costs-at-220-billion/>.

<sup>103</sup> D'altro canto che il ruolo della trasparenza come mezzo di protezione degli investitori fosse stato ridimensionato nei mercati globali era già stato affermato. Nei mercati finanziari retail già prima della crisi si era visto il ridimensionamento del ruolo della trasparenza nei regimi europeo e inglese: vedi MOLONEY, *How to Protect Investors*, Cambridge University Press, 2009, al Capitolo 5.

<sup>104</sup> FSA, *The Turner Review, A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, March 2009, accessibile al <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Corporate/turner/index.shtml>, p. 42, dove si dice 'inherent instabilities in liquid markets' should feature more prominently in the regulatory approach. Lo studio fu ordinato dal Cancelliere dello Scacchiere nell'Ottobre 2008 al Presidente della FSA (Lord Turner) per rivisitare le cause della crisi e proporre eventuali cambiamenti nell'ordinamento e nella vigilanza delle banche.

<sup>105</sup> Questa è la proposta dell'organo di vigilanza inglese dei mercati finanziari (FSA), vedi FSA, *Discussion Paper 09/5 Enhancing Financial Reporting Disclosures by UK Credit Institutions*, October 2009, accessibile al [http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp09\\_05.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp09_05.pdf), nel quale si concentrano su come migliorare la comparabilità delle informazioni rilasciate tra gli istituti di credito riducendone la complessità. Vedi anche FSA and HM Treasury, *Reforming OTC Derivative Markets: A UK Perspective*, December 2009, 11, accessibile al [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/reform\\_otc\\_derivatives.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/reform_otc_derivatives.pdf); Report della Banca d'Inghilterra, *Financial Stability Report*, Dicembre 2010, n. 28, 57.

dal rischio l'intero mercato OTC. Sarà altresì necessaria una ristrutturazione completa delle infrastrutture di *trading e settlement* che includa miglioramenti nei sistemi di scambio *cross-border* e coordinamento normativo delle procedure di *settlement* con le regole nazionali in materia di insolvenza. Il maggior numero di scambi avviene tra soggetti operanti in paesi diversi in un mercato globale, per questo motivo la risposta del legislatore per essere efficace deve essere altrettanto transnazionale per dare certezza giuridica agli operatori sui mercati.<sup>106</sup> Saranno inoltre decisive le linee guida prudenziali per la gestione del credito e della liquidità in capo alle CCPs e le procedure in caso di inadempimento di una controparte che dovranno essere chiare ed efficaci.<sup>107</sup>

Queste riforme devono essere implementate uniformemente evitando divergenze che possano creare contraddizioni e conflitti tra regimi giuridici differenti. Il rischio sarebbe di generare opportunità cosiddette di *regulatory arbitrage* tra gli investitori che sfrutterebbero le incongruenze lasciate dalla legge per eludere i vari limiti imposti nei diversi Paesi. Per questo stesso motivo, il progressivo dibattito sulle riforme deve essere condotto in un'ottica comparata, tenendo conto delle misure prese anche dagli altri paesi, in particolare gli Stati Uniti.<sup>108</sup> La recente crisi finanziaria non deve comunque essere considerata dal legislatore un'occasione per circoscrivere in una normativa comunitaria un meccanismo di gestione del rischio che è sempre stato lasciato all'autoregolamentazione privata delle parti.<sup>109</sup>

Laddove l'assunzione di maggiori rischi fosse incoraggiata da una riclassificazione della funzione delle CCPs da privata a pubblica, la gestione dell'attività non sarebbe più guidata da veri *standards* economici come il rischio di insolvenza e questo potrebbe far sorgere, come descritto in precedenza, comportamenti abusivi e opportunismi. La compensazione centralizzata con l'uso di CCPs porterebbe ad una standardizzazione dei contratti su derivati oltre che dei processi. Se questa può essere la soluzione per certe categorie di derivati, non lo è per tutte, e in particolare, non per quei contratti su derivati OTC confezionati su misura (*bespoke derivatives*) che sono generalmente negoziati in mercati illiquidi.<sup>110</sup> Le CCPs hanno dimostrato di lavorare molto bene per i derivati su cambi e su tassi d'interesse, ma queste tipologie si sono sviluppate in mercati già maturi, standardizzati e liquidi. Ora invece il legislatore comunitario chiede di applicare queste compensazioni anche a contratti scambiati in mercati illiquidi, non standardizzati e non maturi.

Resta infine il fatto che la standardizzazione dei contratti derivati OTC potrebbe rallentare l'innovazione sui mercati. Il contratto è, infatti, il principale strumento dell'innovazione giuridica e non, come certi pensano, una mera applicazione del diritto; pertanto in un'economia globale in continua trasformazione, con mercati sempre più alimentati da scambi internazionali, sono necessari strumenti flessibili di adeguamento del diritto ai mutamenti della realtà, che la legge per inadeguatezza non può garantire, invece il contratto sì.<sup>111</sup>

---

<sup>106</sup> Penso ad esempio al rapporto tra le procedure di *settlement* e le regole nazionali in materia di insolvenza. La mancanza di un quadro normativo di riferimento che isoli le procedure di *settlement* da possibili "richieste" da parte degli organi delle procedure concorsuali è infatti considerata come il principale motivo di preoccupazione al fine di evitare un eventuale rischio sistemico, così come le tutele giudiziali e legali degli operatori sul mercato per i quali si applicherebbero regimi giuridici diversi.

<sup>107</sup> Vedi il discorso di BEN BERNANKE: *Clearinghouses, financial stability, and financial reform*, al 2011 Financial Markets Conference, Stone Mountain, Georgia, 4 Aprile 2011, p. 6.

<sup>108</sup> Conf. HENDERSON, *The new regime for OTC derivatives: central counterparties: Part 1*, in *B.J.I.B. & F.L.*, 2011, 26(4), pp. 207-211.

<sup>109</sup> Conf. BRAITHWAITE, *The Inherent Limits of 'Legal Devices': Lessons for the Public Sector's Central Counterparty Prescription for the OTC Derivatives Markets*, in *European Business Organization Law Review*, Vol. 12, 2011, 87-119.

<sup>110</sup> Conf. GLASS, *The Regulatory Drive towards Central Counterparty Clearing of OTC Credit Derivatives and the Necessary Limits on This*, in *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4, 2009, 579.

<sup>111</sup> GALGANO, *Lex Mercatoria*, in *Enc. dir.*, Vol. V, Aggiornamento, 2001, 724-725.